

➤ **事件：紫金溢价收购成为控股股东，凸显公司价值。** 2025年1月16日公司发布公告，原控股股东藏格创投及其一致行动人拟向紫金矿业全资子公司紫金国际转让其持有的公司17.51%股权，原第二大股东新沙鸿运拟向紫金国际转让其持有的公司7.31%股权，交易完成后，紫金矿业将合计持有公司25%股权，成为公司控股股东，藏格创投及其一致行动人持有公司股权降至20%，新沙鸿运持有公司股权降至9.89%，成为公司第二、第三大股东；转让对价为35元/股，相对公司停牌前股价溢价18.6%，凸显公司市场价值。

➤ **紫金赋能，钾锂扩产项目进度有望加速。** 紫金矿业为国际一流的多金属矿业公司，在探矿增储、矿山运营、成本管控方面全球领先，公司矿产资源丰富，钾锂生产工艺成熟领先，紫金控股后，有望赋能公司未来发展，提高公司治理水平，加速扩产项目落地。锂板块，依靠紫金完备的电力等基础设施配套能力，公司麻米措项目落地进程有望加快，同时与紫金在西藏的盐湖项目发挥协同效应；钾肥板块，公司未来增量集中在老挝，紫金海外矿山运营经验丰富，国际知名度高，有望助力老挝项目在证照办理、矿山建设方面的进度。

➤ **锂矿业务存在同业竞争，或将成为紫金的锂平台。** 紫金成为控股股东后，与公司在锂矿业务方面存在同业竞争，紫金承诺优先由公司运营钾肥、锂矿相关业务，公司未来或将成为紫金的锂平台。紫金拥有“两湖两矿”世界级锂资源储备，规划到2028年实现25-30万吨碳酸锂当量产量目标，未来若进行资产整合，公司锂矿产能将大幅提升，成为全球锂行业龙头。

➤ **核心看点：钾锂铜三轮驱动，紫金入主赋能远期发展。** 1) **锂：** 依托察尔汗盐湖，建有1万吨电碳产能，通过藏青基金穿透持有麻米措矿业24%股权，麻米措盐湖规划10万吨碳酸锂产能，一期5万吨采矿证办理中，锂价中枢大幅回落背景下，盐湖提锂成本优势显著；2) **钾肥：** 国内龙二，23年出海布局老挝两处钾盐矿，一期项目规划氯化钾产能200万吨/年，投产后产能翻倍。3) **铜：** 持有巨龙铜业30.78%股权，二期扩产项目规划2025年底投产，三期投产后公司权益铜产能大幅提升至18.5万吨，铜板块业绩弹性显著；4) **紫金赋能：** 紫金矿业将成为控股股东，扩产项目落地进程有望加速，成长确定性进一步增强。

➤ **投资建议：** 钾锂铜三轮驱动，三大业务成长性均较显著，盐湖提锂成本优势显著，巨龙二三期扩产项目打开成长空间，紫金入主赋能未来发展，我们预计公司2024-2026年归母净利润25.6、26.2、42.9亿元，对应1月17日收盘价的PE为20、20和12倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 锂价超预期下跌，扩产项目进度不及预期。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,226	3,088	2,901	3,746
增长率 (%)	-36.2	-40.9	-6.1	29.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,420	2,562	2,618	4,292
增长率 (%)	-39.5	-25.1	2.2	63.9
每股收益 (元)	2.16	1.62	1.66	2.72
PE	15	20	20	12
PB	3.9	3.7	3.4	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年1月17日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**32.45元**

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**研究助理 南雪源**

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

## 相关研究

- 藏格矿业 (000408.SZ) 2024 年三季度点评：巨龙持续降本盈利亮眼，三轮驱动成长可期-2024/10/27
- 藏格矿业 (000408.SZ) 深度报告：钾锂铜三轮驱动，成长空间大-2024/10/11
- 藏格矿业 (000408.SZ) 2024 年半年报点评：铜+钾肥业务驱动业绩超预期，三轮驱动值得期待-2024/08/11
- 藏格矿业 (000408.SZ) 2023 年年报点评：铜板块投资收益可观，分红维持高位-2024/03/21
- 藏格矿业 (000408.SZ) 事件点评：发布“质量回报双提升”行动方案，彰显发展信心-2024/03/03

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,226	3,088	2,901	3,746
营业成本	1,816	1,722	1,485	1,790
营业税金及附加	294	309	131	150
销售费用	50	37	35	45
管理费用	281	154	145	187
研发费用	24	6	6	7
EBIT	2,795	864	1,105	1,573
财务费用	-19	-19	-13	-6
资产减值损失	-18	-9	-8	-10
投资收益	1,263	2,050	1,866	3,310
<b>营业利润</b>	<b>4,063</b>	<b>2,923</b>	<b>2,975</b>	<b>4,879</b>
营业外收支	-197	-138	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3,866</b>	<b>2,785</b>	<b>2,975</b>	<b>4,879</b>
所得税	454	223	357	586
净利润	3,412	2,562	2,618	4,294
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,420</b>	<b>2,562</b>	<b>2,618</b>	<b>4,292</b>
EBITDA	3,232	1,338	1,611	2,099

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,587	1,084	561	309
应收账款及票据	18	10	9	12
预付款项	26	25	21	26
存货	498	463	399	481
其他流动资产	1,015	701	667	817
<b>流动资产合计</b>	<b>3,144</b>	<b>2,281</b>	<b>1,658</b>	<b>1,645</b>
长期股权投资	4,130	6,179	8,045	11,356
固定资产	2,862	2,855	2,843	2,830
无形资产	328	326	324	322
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,948</b>	<b>12,982</b>	<b>14,815</b>	<b>18,106</b>
<b>资产合计</b>	<b>14,092</b>	<b>15,263</b>	<b>16,473</b>	<b>19,751</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	355	337	290	350
其他流动负债	580	950	837	1,022
<b>流动负债合计</b>	<b>936</b>	<b>1,286</b>	<b>1,127</b>	<b>1,372</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	106	103	102	116
<b>非流动负债合计</b>	<b>106</b>	<b>103</b>	<b>102</b>	<b>116</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,041</b>	<b>1,390</b>	<b>1,229</b>	<b>1,488</b>
股本	1,580	1,580	1,580	1,580
少数股东权益	-8	-8	-8	-6
<b>股东权益合计</b>	<b>13,050</b>	<b>13,873</b>	<b>15,244</b>	<b>18,263</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>14,092</b>	<b>15,263</b>	<b>16,473</b>	<b>19,751</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-36.22	-40.91	-6.06	29.13
EBIT 增长率	-52.82	-69.08	27.82	42.34
净利润增长率	-39.52	-25.08	2.17	63.94
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	65.25	44.23	48.82	52.22
净利率	65.44	82.98	90.25	114.58
总资产收益率 ROA	24.27	16.79	15.89	21.73
净资产收益率 ROE	26.19	18.46	17.17	23.49
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.36	1.77	1.47	1.20
速动比率	2.78	1.33	1.02	0.77
现金比率	1.70	0.84	0.50	0.23
资产负债率 (%)	7.39	9.10	7.46	7.53
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.27	1.27	1.27	1.27
存货周转天数	100.08	100.08	100.08	100.08
总资产周转率	0.38	0.21	0.18	0.21
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.16	1.62	1.66	2.72
每股净资产	8.26	8.78	9.65	11.56
每股经营现金流	1.89	1.16	0.76	0.96
每股股利	1.60	0.79	0.81	1.32
<b>估值分析</b>				
PE	15	20	20	12
PB	3.9	3.7	3.4	2.8
EV/EBITDA	15.62	37.72	31.33	24.06
股息收益率 (%)	4.93	2.43	2.48	4.07

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,412	2,562	2,618	4,294
折旧和摊销	436	474	507	526
营运资金变动	395	700	-68	-5
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,984</b>	<b>1,829</b>	<b>1,201</b>	<b>1,516</b>
资本开支	-324	-570	-459	-490
投资	-1,547	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,407</b>	<b>-577</b>	<b>-459</b>	<b>-490</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,770</b>	<b>-1,755</b>	<b>-1,264</b>	<b>-1,278</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1,193</b>	<b>-503</b>	<b>-522</b>	<b>-252</b>

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048